

Arvo Sijoitusosuuskunta

Yhtiöraportti

30.8.2023 8:55



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Arvostus painunut matalalle

Arvo julkaisi tiistaina H1-raporttinsa ja raportoi odotustemme mukaisesti vain konsernitason kehitystä. Tämän myötä raportti ei tarjonnut näkyvyyttä sen kohdeyhtiöiden kehitykseen. Teimme kuitenkin pieniä negatiivisia tarkistuksia Arvon listaamattomien kohdeyhtiöiden ennusteisiimme Suomen ja Euroopan heikkoja talousnäkymiä peilaten. Kokonaisuutena näkemyksemme osuuden käyvästä arvosta säilyi kuitenkin ennallaan tarkistettuumme muut osien summa -mallimme parametrit raportin yhteydessä. Siten toistamme 86 euron tavoitehintamme, mutta nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) kurssilaskun myötä laskeneen arvostuksen seurauksena.

Arvo raportoi odotetusti ainoastaan konsernitason kehitystä H1:ltä

Emme ennusta Arvon tuloslaskelmaan kehitystä, sillä tuloslaskelman rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti myös epärelevantteja (vrt. sijoitusten kehitys, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa). Arvon H1-konsernitulos ei sisältänyt kuitenkaan suurempia yllätyksiä ja sen H1:n raportoitu liikevoitto asetui 1,1 MEUR:oon. Puolestaan listautumiskuluista ja arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä aiheutuneista kuluista oikaistu liikevoitto asetui 1,6 MEUR:oon. Sen sijaan alariveillä tulosta painoi 0,8 MEUR:n alaskirjaus Siklatilojen lainasaataviin, minkä myötä nettotulos asetui 0,8 MEUR:oon tai 1,00 euroon osuudelta. Vertailukaudesta poiketen katsauskaudelle ei ajoittunut irtaantumisia listaamattomista osakesijoituksista. Osuuskunnan mukaan kokonaisuutena tarkasteltuna suorien sijoitusten salkussa ei ole myöskään nähtävissä mitään arvonaluonnin kannalta odottamatonta, vaikka nykyisen markkinatilanteen myötä exit-markkina on vaisumpi. Käsittääksemme myös lainasalkun tilanne on pysynyt jokseenkin samana kuin [laajan raportin](#) yhteydessä.

Laskimme hieman Arvon listaamattomien kohdeyhtiöiden ennusteita heikkojen talousnäkymien myötä

Arvo ei kommentoinut raportilla tarkemmin yksittäisten listaamattomien sijoituskohteiden kehitystä. Se kommentoi talousympäristön haasteiden (inflaatio, korkojen nousu) ja heikentyneen kysynnän heijastuneen kuitenkin myös sen alueellisten ja valtakunnallisten sijoitusten kohdeyhtiöiden toimintaan. Heikoimmassa tilanteessa olivat olleet joko suoraan tai välillisesti rakennustoimialaan sidoksissa olleet yhtiöt. Kommenteissa ei ollut suurempia yllätyksiä ja ne olivat varsin hyvin linjassa aikaisempien odotustemme kanssa. Suomen ja Euroopan edelleen heikentyneitä talousnäkymiä (etenkin teollisuuden) peilaten teimme pieniä negatiivisia tarkistuksia kohdeyhtiöiden ennusteisiin. Kokonaisuutena muutokset jäivät varsin rajallisella näkyvyydellä pieniksi. Raportointia peilaten arvioimme kohdeyhtiöiden tarkemman kehityksen arvioinnin olevan mahdollista vasta ensi keväänä yhtiöiden tilinpäätösten valmistuttua. Päivitimme raportin yhteydessä myös muut osien summan parametrit ja kokonaisuutena laskelmamme indikoima arvo säilyi ennallaan 94 MEUR:ssa tai 115 eurossa osuudelta.

Alennus suhteessa osien summaan on revennyt jo varsin reippaaksi

Kuten laajassa raportissa kävimme tarkemmin läpi, tulee osuuden käyvän arvon määrittämisessä huomioida mielestämme vielä selkeä sijoitusyhtiöalennus (15-25 %), jota suhteutamme Arvon tapauksessa osien summaan. Mielestämme alennuksen kokoluokassa ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia ja arvioimme osuuden käyvästä arvosta on käytännössä ennallaan (86-98 euroa / osuus). Nykyisellä markkinahinnalla alennus suhteessa osien summaan on revennyt mielestämme jo perusteettoman suureksi (~50 %). Lisäksi tukea arvostukselle antaa matalalle valunut tasepohjainen arvostus (2022 tot. P/B 0,5x), kun huomioidaan arvioimamme taseeseen kertynyt piiloarvo. Arvostuksen nousun lisäksi odotamme tuotto-odotusta tukevan lähivuosien ~7 %:n osuuskorkotuoton.

Suositus

Osta

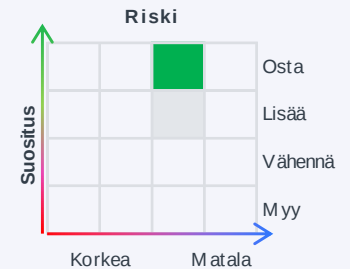
(aik. Lisää)

86,00 EUR

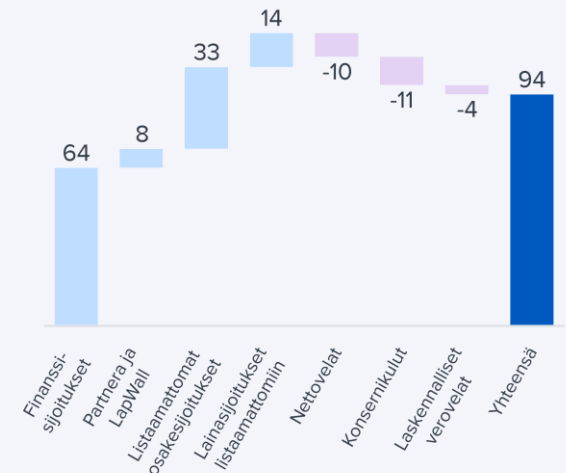
(aik. 86,00 EUR)

Osakekurssi:

57,21



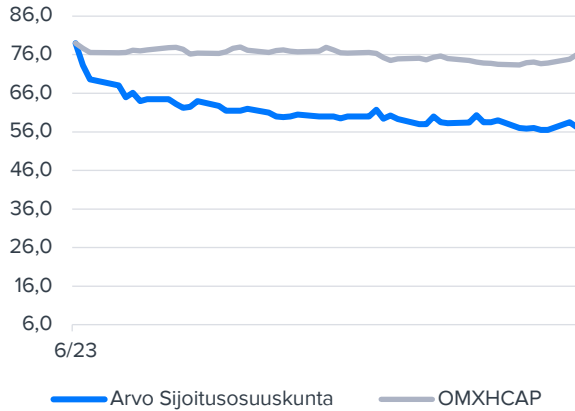
Osien summa ilman sijoitusyhtiöalennusta



Ohjeistus

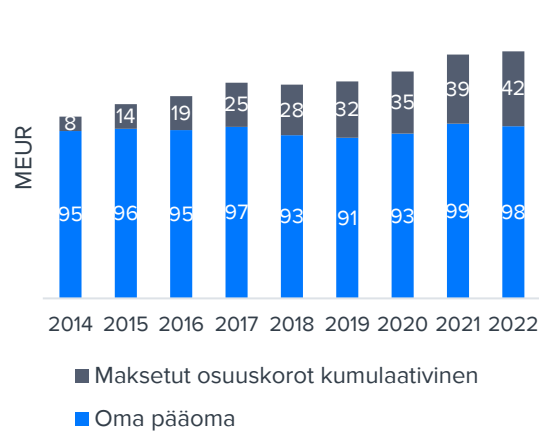
Ei ohjeistusta

Osaakekurssi

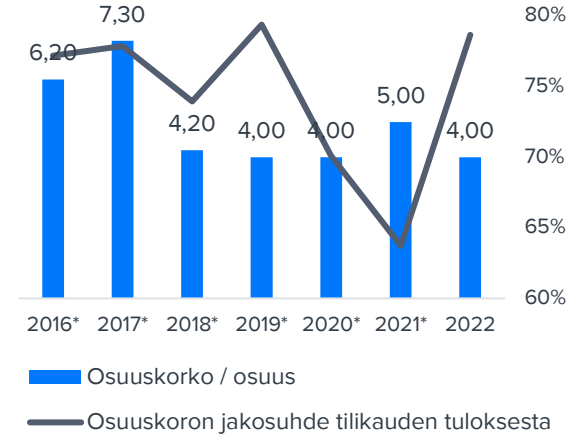


Lähde: Millstream Market Data AB

Arvon historiallinen kehitys



Osuuskorko ja jakosuuhde



* Oikaistu vuoden 2023 maksuttomalla osuusannilla (ts. osuusmäärän kymmenkertaistumisella)



Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. track-recordin kertyessä)
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman tuoton nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta
- Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa



Riskitekijät

- Epäonnistumiset uusissa tai nykyisissä sijoituskohteissa
- Osittain paikallisuuteen nojaavan sijoituspolitiikan aiheuttamat rajoitteet
- Suomen talous (alueelliset ja valtakunnalliset) sijoitukset ovat kotimarkkinavetoisia pk-yrityksiä)
- Pidemmän ajan track-recordin puute suuremmista listaamattomista sijoituskohteista irtaantumisista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä
- Osuuden mahdollisesti matalaksi jäävä likviditeetti

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osuuskurssi	57,2	57,2	57,2
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,82	0,82	0,82
Markkina-arvo	47	47	47
Yritysarvo (EV)	54	49	47
P/B	0,5	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)	109,4 %	78,2 %	78,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,0 %	7,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes

H1:llä ei suurempia yllätyksiä

Ensimmäisellä vuosipuoliskolla ei suurempia yllätyksiä

Emme ennusta Arvon tuloslaskelmaan kehitystä, sillä tuloslaskelman rivit voivat vaihdella voimakkaasti vuosien välillä ja ovat sijoitusyhtiölle tyypillisesti myös epärelevantteja (vrt. sijoitusten kehitys, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa). Olemme käyneet dynamiikka tarkemmin läpi laajassa raportissamme ja on myös hyvä huomata, että alla olevan taulukon ennusteet perustuivat ainoastaan laajassa raportissa tekemiimme staattisiin oletuksiin (ts. nettotuloksen ennuste perustui oletukselle, että oman pääoman tuotto pysyisi staattisesti viimeisen viiden vuoden keskiarvotasolla 4,5 %-ssa, kts. tarkemmin laaja raportti).

Arvon H1-konsernitulos ei sisältänyt kuitenkaan suurempia yllätyksiä ja sen H1:n raportoitu liikevoitto asetui 1,1 MEUR:oon. Puolestaan listautumiskuluista ja arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä aiheutuneista kuluista oikaistu liikevoitto asetui 1,6 MEUR:oon. Sen sijaan alariveillä tulosta painoi 0,8 MEUR:n alaskirjaus Siklatilojen lainasaataviin, minkä myötä nettotulos asetui 0,8 MEUR:oon tai 1,00 euroon osuudelta.

Olimme kuitenkin tehneet laajan raportin yhteydessä jo 2,5 MEUR:n varauksen Siklatilojen lainasaataviin, joten alaskirjauksella ei ollut vaikutusta arvonmäärityksen kannalta. Arvo myös kommentoi, että sen näkemyksen mukaan Siklatiloille myönnetuille alaskirjauksen jälkeisille lainoille (käsityksemme mukaan 4,2 MEUR) on turvaava ja juridisesti pätevä vakuus ja se arvioi nykyisten alaskirjausten olevan riittäviä. Toisaalta rakennustoimialan realisointiriski voi sen mukaan muuttaa tilannetta negatiiviseen suuntaan. Tätä peilaten olemme sisällyttäneet Siklan saataviin liittyen vielä 1,7 MEUR:n varauksen arvonmäärityksessämme, jonka arvioimme tuovan vähintään kohtuullista puskuria negatiivisempaankin skenaarioon.

H1:lle ei ajoittunut irtaantumisia

Vertailukaudesta poiketen katsauskaudelle ei ajoittunut irtaantumia listaamattomista osakesijoituksista, mikä osaltaan heijastui myös vuosipuolikkaan kehitykseen. Osuuskunnan mukaan kokonaisuutena tarkasteltuna suorien sijoitusten salkussa ei ole nähtävissä mitään arvonluonnin kannalta odottamatonta, vaikka nykyisen

markkinatilanteen myötä exit-markkina on vaisumpi.

Katsauskaudella osuuskunnalle puolestaan kotiutui siltarahoituksia 3,5 MEUR:lla, kun taas uusia siltarahoituksia myönnettiin 2,7 MEUR:lla. Katsauskauden jälkeen Arvo on tehnyt puolestaan uusia velkasijoituksia (ml. siltarahoitus ja pidempiaikainen velkasijoitus) noin 4-5 MEUR:n edestä.

Salkun jakauma myös noin ennallaan

Konsernin sijoitussalkun jakaumassa ei ollut tapahtunut H1:n loppuun mennessä merkittäviä muutoksia vuoden 2022 lopusta ja finanssisijoitukset muodostivat vielä reippaasti yli puolet (58 % vs. 2022 59 %) salkun käyvästä arvosta. Siten Arvolla on lähivuosina arviomme mukaan suuri työmäärä vuoden 2025 tavoitejakaumaan (finanssisijoitukset 1/3, alueelliset ja valtakunnalliset sijoitukset 2/3) pääsemiseksi, kun huomioidaan houkuttelevien sijoituskohteiden rajallinen määrä. Emme yllätyisikään, vaikka tavoitetta jouduttaisiin siirtämään eteenpäin jo vakaan omistaja-arvon luomisenkin näkökulmasta.

Ennustetaulukko	H1'22	H1'23	H1'23e	H1'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevoitto	2,1	1,1	1,1				2 %	2,2
Tulos ennen veroja	4,9	1,1	2,8				-62 %	3,8
EPS (raportoitu)	5,29	1,00	2,78				-64 %	3,66
Liikevaihdon kasvu-%	-23,9 %	-33,0 %	8,2 %				-41,2 %-yks.	13,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	22,9 %	25,5 %	11,0 %				14,5 %-yks.	16,5 %

Lähde: Inderes

LapWall

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

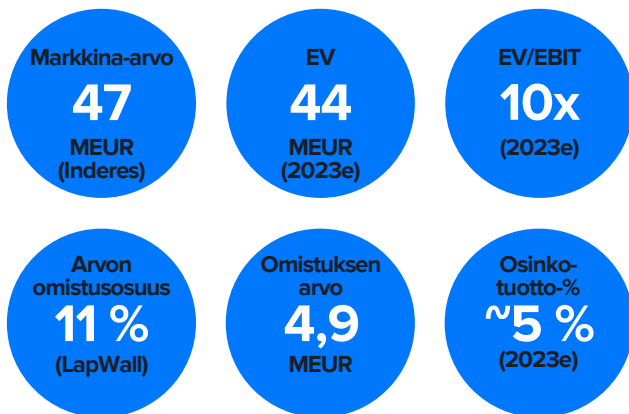
LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liittänsä asennuspalveluita. LapWallin päätuotteita ovat etenkin LEKO-brändillä myytävät yksi- ja monikerroksiset seinä-, julkisivu- ja kattoelementit sekä kattoelementtijärjestelmät. Laaja raportti LapWallista on luettavissa [täältä](#) ja viimeisin yhtiöraportti [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki alkuperäisen sijoituksen LapWalliin vuonna 2017. Sijoituksen alkutaival lähti synkästi liikkeelle, mutta kannattavuuskäänteen myötä LapWall listautui First North -listalle keväällä 2022. LapWall hankki ennen listautumistaan myös kattoelementtivalmistaja Termaterin. Vuonna 2022 LapWallin tulostilanne oli erittäin vahvalla tasolla, mutta lyhyellä aikavälillä sen näkymiä synkentää heikentyneet rakentamisen näkymät. Toukokuussa 2023 LapWall [tiedotti](#) seinäelementtisegmentin kilpailijan KW-Componentin liiketoiminnan hankinnasta ja allekirjoitti samalla pitkäaikaisen toimitussopimuksen Kastelli-talojen kanssa.

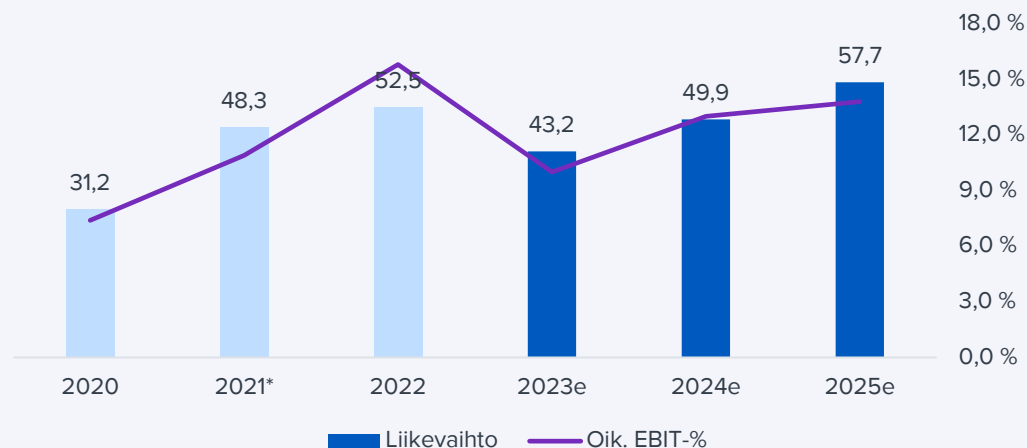
Arvonmääritys

Olemme määrittäneet LapWallin arvon viimeisen kuukauden keskikurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 4,9 MEUR (aik. 5,2 MEUR).



Tähtäin pysyy seuraavassa noususyklissä

Avainluvut ja ennusteet

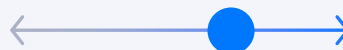


* Termater-yrityskaupan huomioivat pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahäydyt
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta
- Maltillinen arvostus jättää arvostuskertoimille nousuvaraa



Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennussuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit



Arvostus

- Vuosien 2023 ja 2024 ennusteillamme LapWallin P/E-luvut ovat 13x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 10x ja 7x. Tasot ovat mielestämme maltilliset
- Arvioimme yhtiön tarjoavan myös 4-6 %:n osinkotuottoa lähivuosina

Partnera

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

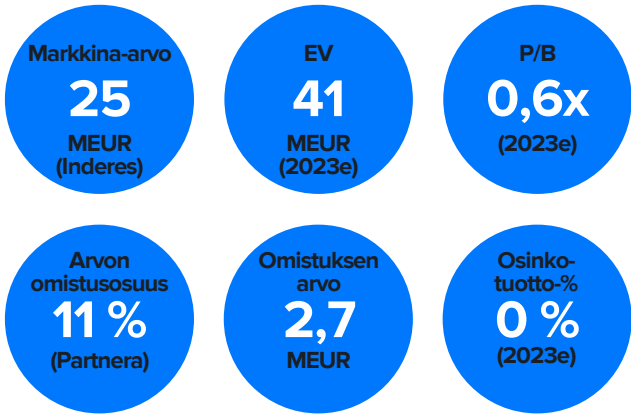
Partnera on liiketoimintakonserni, jonka tarkoituksena on omistaa ja kehittää aktiivisesti kestäväää kehitystä edistäviä yrityksiä murrosta läpikäyvillä toimialoilla. Yhtiöllä on nykyisin kaksi strategista omistusta: 1) lasinkierrätys- ja vaahtolasinvalmistaja Foamit Group sekä 2) osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto Nordic Option. Laajempi seurannan aloitus -raportti Partnerasta on luettavissa [täältä](#).

Sijoitustarinan kehitys

Partnera-sijoitus on viimeisen vuoden aikana kehittynyt erittäin heikosti Partneran entisen operatiivisen tytäryhtiö KPA Uniconin ongelmien vuoksi. Ongelmat olivat lopulta niin suuria, että KPA Unicon päätettiin hakea toukokuussa konkurssiin. Konkurssia peilaten Partneralla on tällä hetkellä käynnissä prosessi strategian ja toiminnan uudelleen suuntaamiseksi Arvo on nykyisin myös mukana Partneran hallitustyöskentelyssä, sillä osuuskunnan toimitusjohtaja Jari Pirinen aloitti keväällä yhtiön hallituksen puheenjohtajana. Viimeisin yhtiöraporttimme on luettavissa [täältä](#).

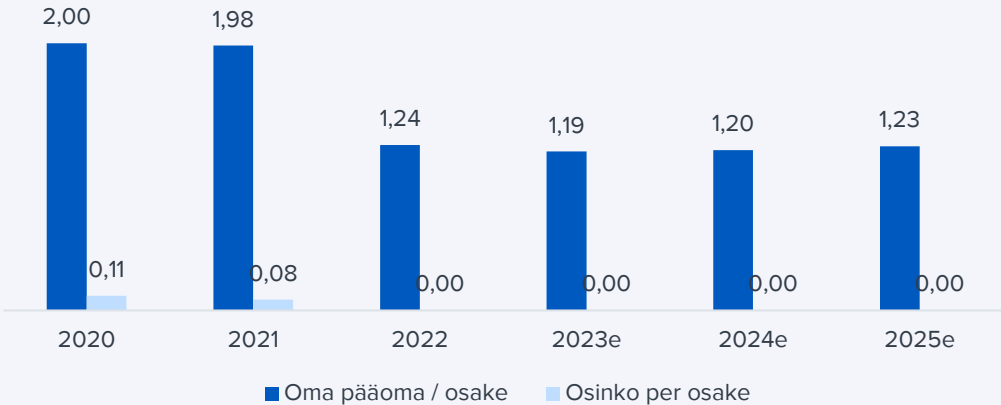
Arvonmääritys

Olemme määrittäneet Partneran arvon viimeisen kuukauden keskipurssin mukaisesti. Tämän kautta saamme Arvon omistuksen arvoksi 2,7 MEUR (aik. 3,0 MEUR).



Katset strategiapäivityksessä

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Varallisuuden keskittäminen strategiaan sijoituskohteisiin
- Foamit Groupilla hyvät kysyntäajurit ja tätä kautta positiiviset tuloskasvunäkymät pidemmällä aikavälillä
- Yrityssostot
- Finda-omistuksen (osittainen) myynti



Riskitekijät

- Epäonnistuminen strategian toteutuksessa
- Yleinen talouskehitys
- Keskittynyt omistajuus
- Strategian ulkopuolisten sijoituskohteiden heikko likviditeetti kohottaa riskiä niiden pitoajan venymiseen ja epäsuotuisaan kauppahintaan
- Pääomamarkkinoiden kehitys



Arvostus

- Vuoden 2023 ennusteillamme Partnera hinnoitellaan noin 0,6x P/B-kertoimella
- Viimeisimmän päivityksemme yhteydessä osien summa -mallimme indikoima Partneran osakkeen arvo oli noin 1,4 euroa osakkeelta
- Emme odota yhtiön maksavan osinkoja lähivuosina

Leden Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Leden Group on metalli- ja sähkömekaniikan sopimusvalmistaja, joka muodostui neljän yhtiön (LaserComp, Celermec, Ojala-Yhtymä ja Favor AS) fuusioituessa keväällä 2021. Leden Groupin tarjoamaan kuuluvat kaikki osavalmistuksen vaiheet ja se tarjoaa asiakkailleen tukipalveluita tuotekehityksessä, tuotetietojen hallinnassa ja logistiikassa. Leden Groupilla on toistaiseksi kolme tehdasta Pohjois-Pohjanmaalla ja yksi Virossa, mikä mahdollistaa tuotannon optimoinnin asiakkaan toimipaikan mukaan ja tukee kasvumahdollisuuksia mm. Keski-Euroopan suuntaan.

Sijoitustarinan kehitys

Yhtiö fuusioi tänä vuonna Suomen liiketoiminnot Leden Finlandiksi ja Viron toimintonsa Leden Estoniaksi. Lähivuosina sen tarkoitus on keskittää valtaosa Suomen toiminnoista uudelle Oulaisten tehtaalle. Käsittääksemme se pyrkii kasvattamaan kokoaan mahdollista listautumista silmällä pitäen. Markkinatilanteesta riippuen tämä voisi arviomme mukaan olla mahdollista 2024-2025.

Tehdyt muutokset

Käsityksemme mukaan yhtiön näkymät ovat säilyneet ennallaan laajan raportin päivityksestä. Laskimme kuitenkin aavistuksen lähivuosien kasvunusteitamme Suomen ja Euroopan rakentamisen heikkoja ja teollisuuden viilentyneitä näkymiä peilaten. Kannattavuusennusteemme ovat käytännössä ennallaan ja siten ennustemuutokset jäivätkin kokonaisuutena hyvin maltillisiksi. Pieniä ennustemuutoksia peilaten Arvon omistuksen arvo laski kuitenkin 14,8 MEUR:oon (aik. 15,0 MEUR).

Sijoitusvuosi

2021

Arvioitu EV

50,2
MEUR

EV/EBIT

7x
(2021 tot.-23e)

Arvon
omistussuosus

31 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

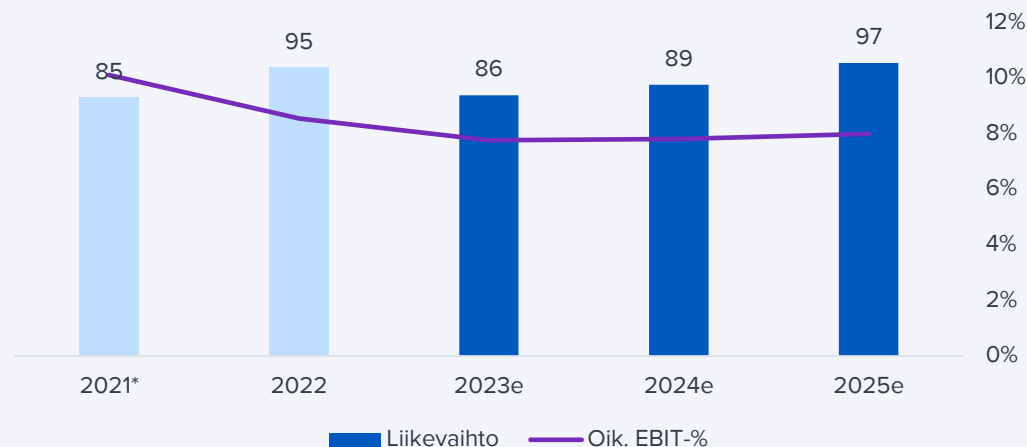
14,8
MEUR

Osuus
listaamattomista

44 %
osakesijoituksista
(Inderes)

Iso kuva ennallaan

Avainluvut ja ennusteet



* Pro forma -luvut

Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Ulkoistamisasteen nousu
- Tämän hetken kannattavuustaso mahdollistaa hyvän pääoman tuoton sekä vahvan kassavirran
- Kasvu Keski-Eurooppaan
- Liiketoiminnan pääomakeveys
- Yrityssostot ovat yhtiön työkalupakissa kasvun kiihdyttämiseksi



Riskitekijät

- Haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen kovana
- Asiakastoimialojen syklisyys
- Kilpailun kiristyminen
- Mahdolliset epäjatkuvuuskohdat toimintojen keskittämisen yhteydessä
- Epäonnistuminen yritysjärjestelyissä



Arvostus

- Arvostamme yhtiöiden lyhyttä yhteistä historiaa peilaten Ledenin 2022 toteutuneilla luvuilla ja 2023-2024 ennusteillamme 6x-8x oik. EV/EBIT-kertoimella sekä 7x-10x oik. P/E-kertoimella
- Kertoimissa on mielestämme lievää nousuvaraa kasvustrategian onnistuessa tai listautumisen myötä
- DCF-malli kerroin pohjaisen arvostuksen yläpuolella (~61 MEUR kts. liitteet)

Nordic Option

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

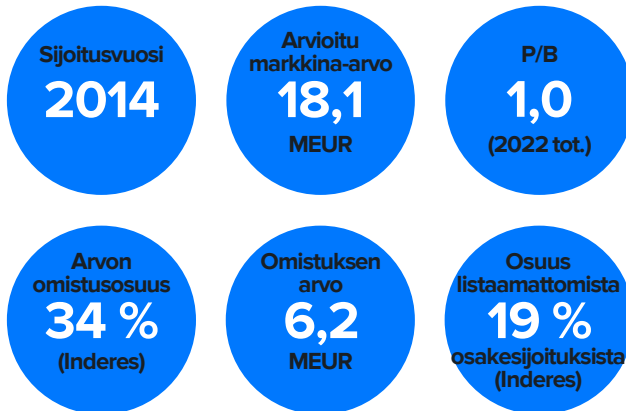
Nordic Option on osakeyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto, joka keskittyy sijoituskohteissaan Pohjois-Suomen kasvaviin pk-yrityksiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä omistusosuutta 14 kohdeyrityksessä. Sen sijoitusstrategia nojaa vahvasti pohjoissuomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen, niiden kehittämiseen ja sijoituskohteesta irtautumiseen, jolloin myös pääomasijoituksen tuotto realisoituu.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo hankki osuuden Nordic Optionista Finnveralta vuonna 2014. Arvo on mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä ja oli uudistamassa sen strategiaa vuonna 2017, minkä jälkeen rahaston kehitys on kääntynyt jälleen positiiviseksi. Yhtiö ei ole tehnyt vuonna 2023 uusia sijoituksia. Puolestaan irtautumisia ei ole tapahtunut 2020 joulukuun jälkeen.

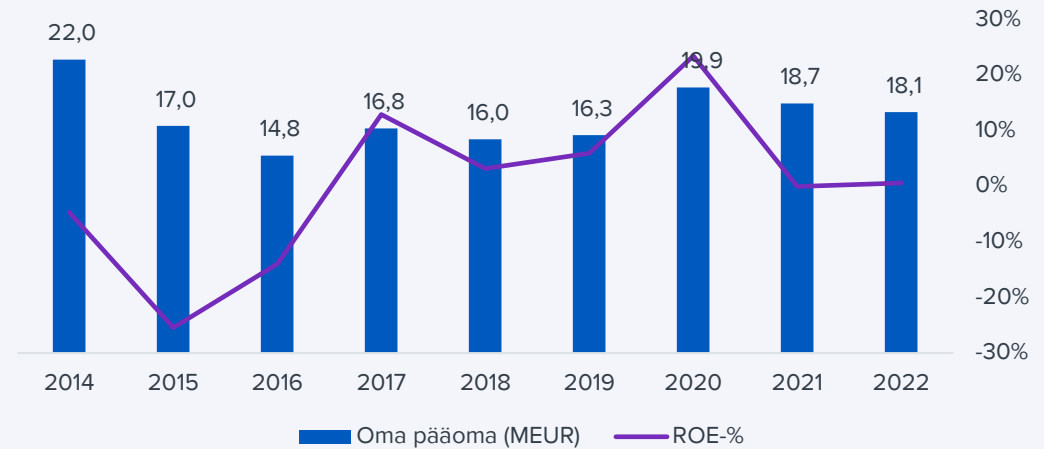
Tehdyt muutokset

Emme ole tehneet muutoksia Nordic Optionin valuaatioon, sillä emme ennusta yhtiön kehitystä, koska se on riippuvaista irtautumisten ajoituksista ja ilman niitä tulos kääntyy tappiolle. Käsityksemme mukaan nykyisen markkinaepävarmuuden myötä irtautumisikkuna ei ole myöskään otollisin. Emme pidä tätä kuitenkaan suurena ongelmana, kunhan salkun kierto ei hyödy useammaksi vuodeksi ja salkkuyhtiöt kehittyvät keskimäärin positiivisesti.



Irtautumisikkunan avautumista odotellessa

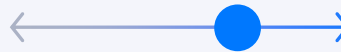
Avainluvut



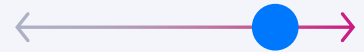
Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Sijoituskohteiden kannattava kasvu on pitkällä aikavälillä kriittinen ajuri
- Onnistuneet yritysjärjestelyt
- Tulevaisuudessa mahdollisesti avattavat uudet rahastot



Riskitekijät

- Sijoituskohteiden heikko kehitys
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kirstyvä kilpailu sijoituskohteista
- Suomen talouden merkittävä heikentyminen
- Korkojen ja tuottovaateiden nousun myötä riskit omistusaikojen venymiseen nousut



Arvostus

- Arvostamme Nordic Option sen viimeisimmän tilinpäätöksen oman pääoman tasearvoon (18,1 MEUR), joka tekee Arvon sijoituksen arvoksi 6,2 MEUR
- Yhtiön oman pääoman tuotto on ollut viime vuosina keskimäärin korkeintaan tyydyttävällä tasolla, joten tasearvon ylittävälle preemiohinnoittelulle ei ole mielestämme vielä perusteita

Valve Group

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Valve Group on markkinointi- ja viestintäalan-konserni. Yhtiö tarjoaa erilaisia markkinoinnin ja viestinnän palveluita sekä teknologisia ratkaisuja asiakkailleen uusien liiketoimintaratkaisujen löytämiseen ja toteuttamiseen. Yhtiön asiakaskunta koostuu sekä julkisen että B2B-puolen asiakkaista ja käsittääksemme suurin osa sen liikevaihdosta on projektiluontoista. Valve on kuitenkin saanut jalkansa oven väliin julkiselle puolelle ja täten osa puitesopimuksista on voimassa useita vuosia. Yhtiö on pyrkinyt myös lisäämään yksityisen puolen asiakkaiden määrää.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Valveeseen alun perin 2 MEUR vuonna 2020. Viime vuosien kehitys on ollut pettymys yhtiön kasvustrategia huomioiden. Kannattavuus on kasvupanostuksia peilaten jäänyt myös vaatimattomaksi. Tilinpäätöksen yhteydessä yhtiö odotti liikevoittonsa paranevan kuitenkin tänä vuonna. Arvioimme yhtiön tavoittelevan kasvua jatkossa etenkin yritysjärjestelyillä, mihin heikentynyt markkina voi luoda paikkoja vakavaraiselle toimijalle.

Tehdyt muutokset

Käsityksemme mukaan yhtiön näkymät ovat pitkälti ennallaan orgaanisen kasvun ollessa lähinnä tehtyjen ja tulevien hinnankorotusten varassa yksityisen puolen markkinointipanostusten hiipuessu suhdanteen mukana. Varjoa kasvun ylle tuokin heikentynyt markkinatilanne, minkä arvioimme toisaalta lisäävän kilpailua julkisista hankkeista. Tätä peilaten laskimme lyhyen aikavälin kasvu- ja kannattavuusennusteitamme hieman. Siten arvioimamme Arvon omistuksen arvo laski 1,4 MEUR:oon (aik. 1,6 MEUR).

Sijoitusvuosi

2020

Arvioitu EV

3,2
MEUR

Oik. EV/EBIT

7x
(2023e-24e)

Arvon
omistusosuus

25 %
(Inderes)

Omistuksen
arvo

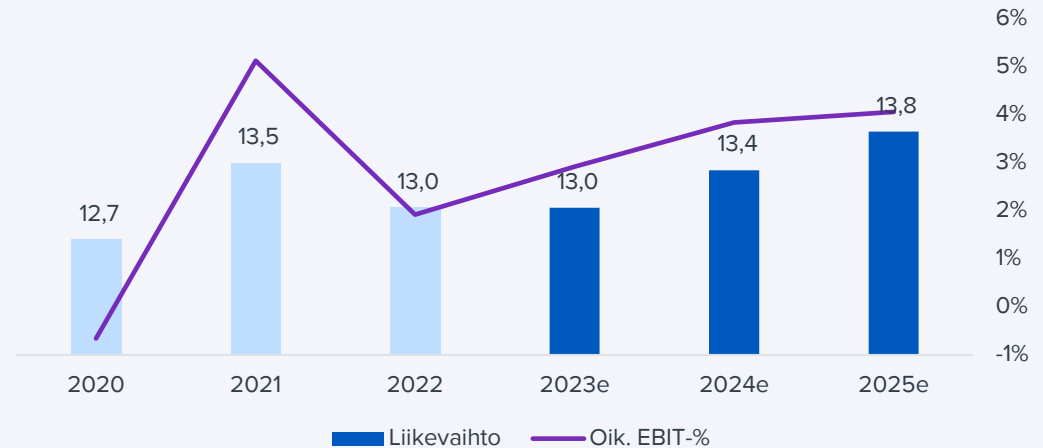
1,4
MEUR

Osuus
listaamattomista
osakesijoituksista
(Inderes)

4 %

Mahdollisia yritysjärjestelyjä odotellessa

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvonluontipotentiaali



Riskiprofiili



Arvoajurit

- Digitalisaatio (orgaaninen kasvu)
- Asiakashankinnassa menestyminen
- Asiakassuhteiden syventäminen ja koko arvoketjun tarjoaminen (orgaaninen kasvu)
- Kannattavuuden parantaminen
- Yritysostot



Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen etenkin julkisen puolen asiakkaissa heikommassa suhdanteessa
- Projektiriskit
- Epäonnistuminen yritysostoissa
- Suurten asiakkuuksien menettäminen
- Työvoiman saatavuus



Arvostus

- Arvostamme yhtiön EV/EBIT-kertoimella 6x-8x, osin Fondian lähivuosien kertoiimiin perustuen (2023e-24e EV/EBIT: 8x-10x)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,3x EV/S-kertoimia, jotka ovat mielestämme matalat
- Strategian onnistuessa on kertomissa nousuvaraa ja sijoituksessa potentiaalia
- Yritysjärjestelyt voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti

Festivo Finland

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

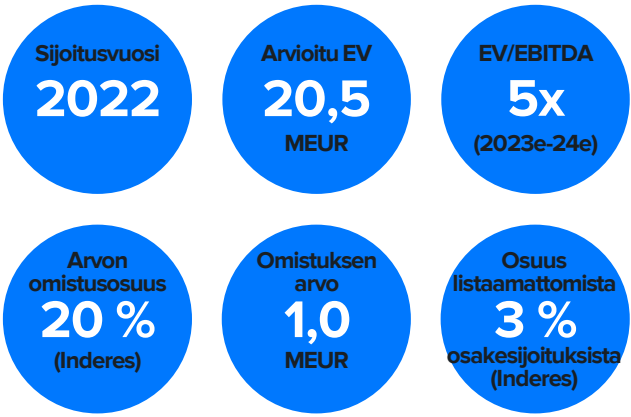
Festivo Finland on johtava suomalainen kylmälaitekonserni, jonka tuotemerkkejä ovat Festivo ja Porkka. Festivon tuotevalikoimaan kuuluvat kodin kylmälaitteet sekä ammattikäyttöön suunnitellut laitteet. Porkkan tuotevalikoimaan kuuluvat puolestaan ammattikäyttöön suunnitellut laitteet elintarvikkeiden säilytykseen sekä energiatehokkaat ja ympäristöystävälliset jäähdytysratkaisut.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo teki 2 MEUR:n sijoituksen Festivo Finlandiin kesäkuussa 2022. Tällä hetkellä yhtiön huomio on tilinpäätöksen perusteella kotimaan toimintojen tehostamisessa, joissa käsityksemme on edistytty hiljalleen. Viime vuonna kannattavuuskehitystä painoivat raaka-aineiden ja komponenttien saatavuusongelmat sekä kuluinflaatio.

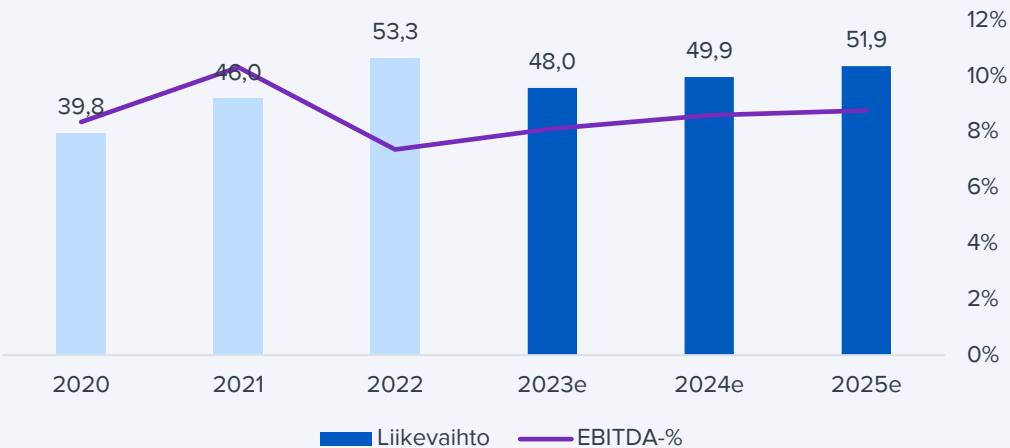
Tehdyt muutokset

Yhtiö kertoi tilinpäätöksen yhteydessä, että sen markkinanäkymissä oli epävarmuutta ja sen tilauskanta oli vuoden lopussa vertailukauden alapuolella. Yhtiön fokus olikin erityisesti kannattavuudessa.. Laskimme yhtiön lyhyen aikavälin kasvu- ja kannattavuusennusteitamme, sillä arvioimme rakentamisen heikkojen näkymien vaikuttavan sekä ammatti-että kuluttajakysyntään (ml. ostovoiman lasku ja koronakrapula). Muutosten myötä Arvon omistus laski 1,0 MEUR:oon (aik. 1,4 MEUR).



Markkinatilanne kaukana optimista

Avainluvut ja ennusteet



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen
- Vahvat markkina-asemat pienemmissä asiakassegmenteissä, jota tukee myös korvauskysyntä (esim. terveydenhuollon kylmäkaapit)
- Brändäyksen terävöittäminen, sillä Festivo on ainoa kotimainen toimija kodinkylmän puolella

Riskitekijät

- Materiaalien hinnat/saatavuus
- Yleinen talouskehitys
- Merkittävien asiakkaiden menettäminen
- Korkeat rahoituskulut syövät tulosta, vaikka yhtiö oli saanut tilinpäätöksen perusteella neuvoteltua lainaehtojaan paremmaksi
- Kannattavuuskäänteessä epäonnistuminen, sillä nykyinen joukkolaina erääntyy tilinpäätöksen mukaan 2024

Arvostus

- Arvostamme yhtiön ostohinnan EV/EBITDA-kertoimella 5x ennen selvempiä merkkejä kannattavuuskäänteestä (vrt. Electrolux 2023e-2024e 5x-7x)
- Tämä vastaa lähivuosille noin 0,4x EV/S-kerrointa, mikä on yhtiön nykyiseen epävarmaan näkymään nähden suhteellisen neutraali
- Kannattavuuskäänteen ja rahoitusaseman parantuessa kertoimissa lievää nousuvaraa

Arvonmääritys 1/2

Osien summa säilyi käytännössä ennallaan, alennus revennyt turhan suureksi

Listaamattomien osakesijoitusten pienten ennustetarkistusten sekä raportin myötä tarkentuneiden muiden osien summa -mallimme komponenttien (kts. [laaja raportti](#)) myötä Arvon osuuden laskennallinen arvo säilyi ennallaan 94 MEUR:ssa tai 115 eurossa osuudelta. Listaamattomien osakesijoitusten lievää arvonlaskua tuki finanssisijoitusten kasvu sekä osuuksien määrän lievä lasku. Emme ole huomioineet laskelmassa Arvon H1:n jälkeen tekemiä velkasijoituksia, sillä nämä tulevat huomioiduksi nettovelan laskennan kautta (huomioimme lainasijoitukset tasearvoon perustuen).

Näkemyksemme mukaan osuutta on kuitenkin perusteltua arvostaa laajassa raportissamme määrittämämme 15-25 %:n alennuksella suhteessa laskennalliseen arvoon ennen pidemmän track-recordin kerryttämistä. Lisäksi osuuden likviditeettin liittyvät riskit myös osaltaan perustelevat selvää alennusta. Huomioiden käyttämämme sijoitusyhtiöalennuksen saamme osuuden käyväksi markkina-arvoksi 86-97 euroa osuudelta (kts. tarkemmin sivu 13). Siten nykyisellä markkinahinnalla alennus onkin revennyt mielestämme jo perusteettoman suureksi (~50 %), vaikka näkemyksemme mukaan alennus painottuu ainakin lyhyellä aikavälillä haarukan ylälaitaan myös osuuden likviditeettiin liittyvistä riskeistä johtuen.

Käytännössä Arvon nykyinen markkina-arvo (47 MEUR) vastaakin ainoastaan suhteellisen likvidejä finanssisijoituksia (ml. LapWall ja Partnera) vähennettynä konsernin nettoveloilla, laskennallisilla verovelolla ja konsernikuluilla. Siten sijoittaja pääsee nykyyhinnalla ilmaiseksi kiinni Arvon listaamattomiin

kohdeyhtiöihin (osake- ja velkasijoitukset) ja saa option näiden suotuisaan kehitykseen. Huomautamme kuitenkin, että pidämme erittäin epätodennäköisenä osien summan täysimääräistä realisoitumista niin kauan, kun osuuskunnan pääoman tuotot pysyvät keskimäärin yksinumeroisella tasolla.

Teoreettinen NAV-alennus

Arvo ei ole määrittänyt omistuksilleen isompien sijoitusyhtiöiden tyypillisesti raportoimaa subjektiiviseen näkemykseen perustuvaa substanssiarvoa (NAV), johon sijoitusyhtiöalennusta myös tyypillisesti peilataan. Keskimäärin on tyypillisempää, että sijoitusyhtiötä hinnoitellaan alennuksella suhteessa substanssiarvoon. Alennukset voivat vaihdella esimerkiksi pörssiyhtiössä 0-30 %:n välillä, joka perustuu arviomme mukaan luotuun omistaja-arvoon ja tämän jatkumiseen tulevaisuudessa (ts. portfolion laatu ja selkeys).

Verrattuna perinteiseen NAV-arvoon keskeisin ero käyttämämme osien summan osalta on, että osien summassa on huomioitu myös konsernikulujen nykyarvo (ei huomioida sijoitusyhtiöiden määrittämässä substanssiarvossa). Siten konsernikulujen myötä osien summa -laskelmamme teoreettiseksi NAV-alennukseksi muodostuu 24-33 % suhteessa laskelmamme teoreettiseen NAV:iin (105 MEUR). Puolestaan nykyisellä markkina-arvolla NAV-alennus on peräti 55 %, mitä voi pitää erittäin suurena.

Alennusta voidaan tarkastella myös vertaamalla tätä keräämiemme ruotsalaisten sijoitusyhtiöiden historiallisiin NAV-alennuksiin, jotka ovat olleet viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 3 %:ssa ja mediaanina 7 %:ssa (huom. tilinpäätösten lukemat). Puolestaan viimeisimpien raporttien yhteydessä näiden NAV-alennukset olivat keskimäärin 1 %.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osuuskurssi	57,2	57,2	57,2
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,82	0,82	0,82
Markkina-arvo	47	47	47
Yritysarvo (EV)	54	49	47
P/B	0,5	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)	109,4 %	78,2 %	78,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,0 %	7,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Yhtiöiden välillä arvostuksessa on selkeitä eroja ja myös niiden omissa historiallisissa arvostuksissa on heiluntaa. Lisäksi ruotsalaiset sijoitusyhtiöt ovat keskimäärin kooltaan selvästi suurempia ja omaavat pidemmän ja paremman track-recordin kuin Arvo sekä niiden sijoitustoiminnassa on eroavaisuuksia Arvon kanssa (myös yhtiöiden välillä eroavaisuuksia). Siten nämä eivät ole myöskään Arvolle parhaita verrokkeja. Mielestämme yhtiöiden historialliset arvostukset antavat kuitenkin kokonaisuutena viitteitä käyttämämme alennuksen kokoluokasta sekä Arvon nykyisen markkinahinnoittelun matalalle painetusta arvostuksesta.

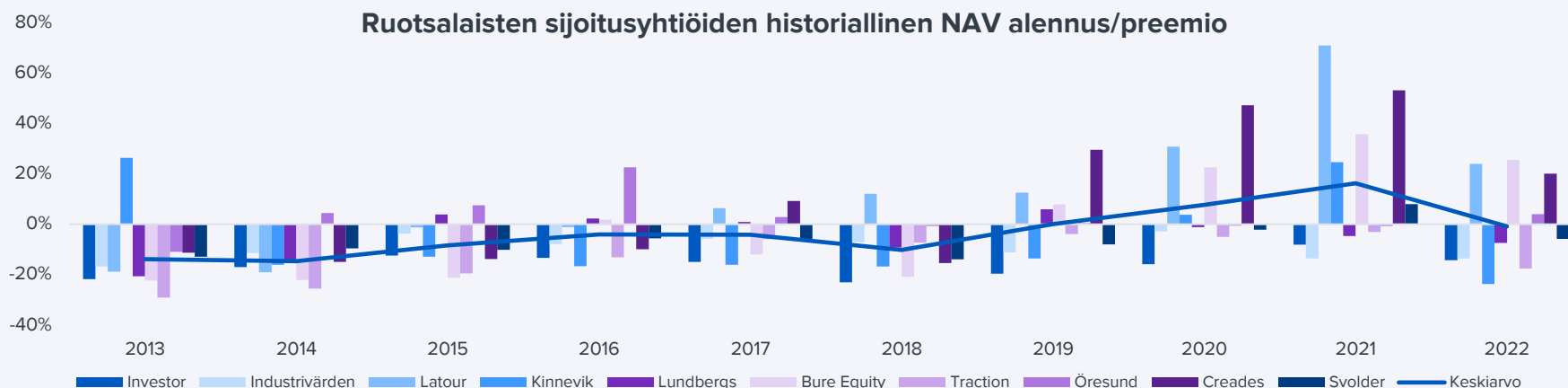
Mielectämme myös tasepohjainen P/B-kerroin on sijoitusyhtiölle varsin hyödyllinen indikaattori. Nykyisellä kurssitasolla (57,2 euroa) ja vuoden 2022 konsernitaseen (oma pääoma/osuus 118,9 euroa) perusteella saamme osuuden P/B-kertoimeksi vajaata 0,5x. Nykyinen tasearvostus onkin varsin hyvin linjassa viimeisen viiden vuoden toteutuneeseen oman pääoman tuottoon (ROE-%

Osuuskorko on sijoittajien tuoton ajuri

Mielestämme Arvon osuuden arvonmäärittäystä voidaan tarkastella myös osuuskorkojen kautta, sillä osuuskunta haluaa profiloitua etenkin vakaan osuuskoron maksajana. Arvioimme aikaisemmin laajan raportin yhteydessä, että pidämme viime vuoden tasoista (2022: 4 euroa/osuus) turvattuna lähivuosille vahvan taseen ja finanssisijoitusten likvidiyden turvin. Nykykurssilla tämä vastaa puolestaan noin 7 %:n vuotuista kassavirtatuottoa osuuskoron kautta, mikä mielestämme antaa jo

Osuuskoron kehityksen merkitystä Arvon osuuden kannalta voidaan miettiä myös diskontattujen osinkojen -mallin (DDM) avulla. Jos oletamme, että osuuskorko säilyisi viimeisen viiden vuoden tasolla 4,24 eurossa tästä ikuisuuteen, saamme yhden Arvon osuuden arvoksi 42,4 euroa käyttämällämme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Siten DDM-mallin indikoikin mielestämme, että pelkästään historiallinen osuuskoron taso ei perustele vielä nykyistä kurssitasoa tai osien summan mukaista arvoa osuudelle.

Puolestaan odottamalla, että Arvo onnistuisi kasvattamaan osuuskorkoaan tästä ikuisuuteen vakaasti 5 %:lla vuosittain, saisimme yhden osuuden arvoksi 88,6 euroa, mikä olisi puolestaan linjassa osien summa -mallimme kanssa. Yksinkertaistettu esimerkki kuvastaakin, kuinka tärkeää osuuskoron kasvattaminen on pidemmällä aikavälillä ja tämä vaatii luonnollisesti taakseen onnistuneita irtaantumisia sijoituskohteista sekä arvoa luovien kohteiden löytämistä.



Osien summa -laskelma

Sijoitukset	Sijoituksen arvo (MEUR)	Jakauma (%)
Finanssisijoitukset*	64	54 %
Partnera ja LapWall	8	6 %
Listaamattomat osakesijoitukset	33	28 %
Lainasijoitukset listaamattomiin yrityksiin **	14	12 %
Yhteensä	119	100 %

* Oikaistu korkosijoitusten käteisvaroilla

** Oikaistu Siklan saataviin tekemillämme alaskirjauksilla

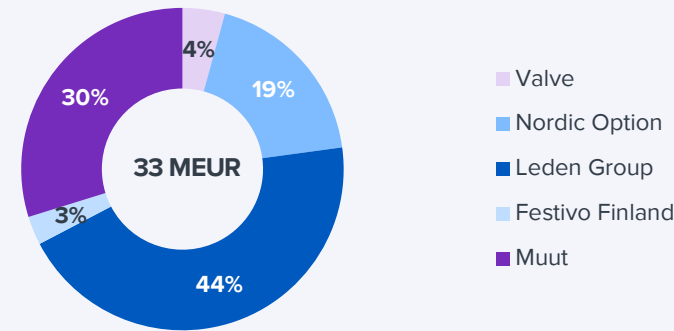
Arvo Osuuskunnan markkina-arvo		
Omistusten arvo	119	MEUR
Nettovelat (H1'23)	10	MEUR
Konsernikulujen eliminointi	11	MEUR
Laskennalliset verovelat	4	MEUR
Laskennallinen arvo	94	MEUR
Osuuksien määrä	815 570	kpl
Osuuden laskennallinen arvo	115	EUR
Sijoitusyhtiöalennus	15-25	%
Osuuden käypä markkina-arvo	86-98	EUR

Lähde: Inderes

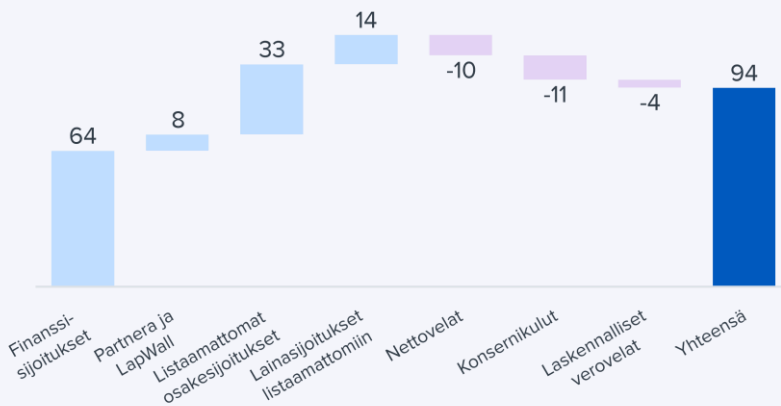
Konsernikulujen eliminointi		
Tilikauden 2022 kulut	1,6	MEUR
Kulujen kasvu (%)	2 %	
Käytetty WACC	8,7 %	
Kulujen summa (10 vuotta)	11,4	MEUR

Lähde: Inderes

Listaamattomien osakesijoitusten arvon jakautuminen



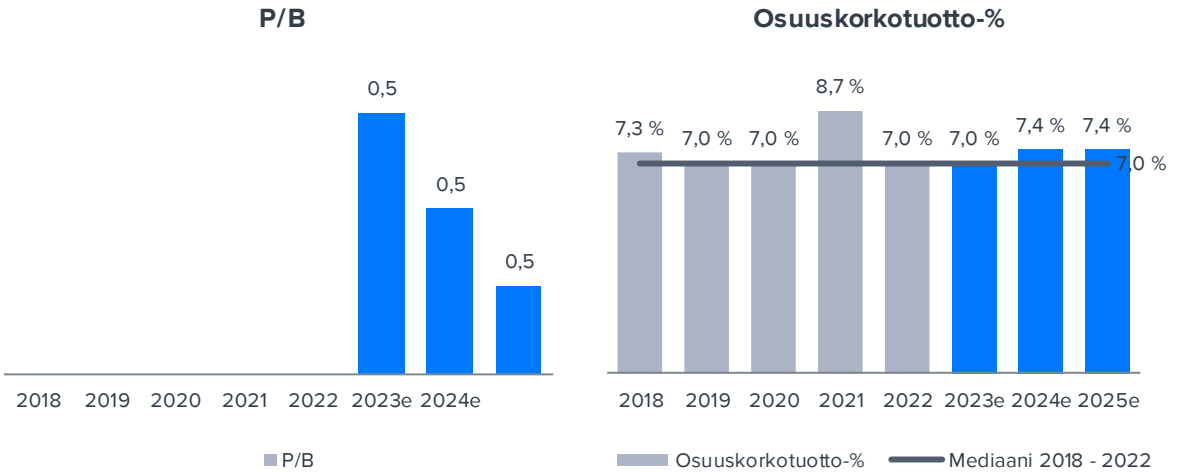
Laskennallinen arvo ilman sijoitusyhtiöalennusta (MEUR)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osuuskurssi						57,2	57,2	57,2	57,2
Osuuksien määrä, milj. kpl						0,82	0,82	0,82	0,82
Markkina-arvo						47	47	47	47
Yritysarvo (EV)						54	49	47	45
P/B						0,5	0,5	0,5	0,5
Osuuskorko / tulos (%)						109,4 %	78,2 %	78,2 %	78,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,3 %	7,0 %	7,0 %	8,7 %	7,0 %	7,0 %	7,4 %	7,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes



HUOM: Vuosien 2018-2022 osuuskorkotuotto-% laskettu havainnollistamistarkoituksessa nykyisellä osuuskurssilla

Leden Groupin DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,5 %	-9,5 %	4,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,0 %	7,2 %	7,2 %	7,4 %	7,8 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	7,6	6,1	6,5	7,2	8,1	8,7	9,0	8,8	9,0	8,7	8,8	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,4	2,5	2,9	3,1	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,1	
- Maksetut verot	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,7	1,1	-0,6	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	10,1	8,8	7,4	7,8	8,8	9,4	9,8	9,4	9,6	9,3	8,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,2	-3,1	-5,1	-4,1	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,9	5,7	2,3	3,7	6,4	7,1	7,5	7,1	7,5	7,2	6,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,9	5,7	2,3	3,7	6,4	7,1	7,5	7,1	7,5	7,2	6,6	81,1
Diskontattu vapaa kassavirta		5,5	2,0	2,9	4,6	4,7	4,4	3,8	3,7	3,2	2,6	32,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		69,6	64,1	62,1	59,2	54,7	50,0	45,6	41,8	38,1	34,9	32,3
Velaton arvo DCF		69,6										
- Korolliset velat		-10,6										
+ Rahavarat		5,7										
-Vähemmistöosuus		-4,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		61										
Rahavirran jakauma jaksoittain												
				2023e-2027e								28%
				2028e-2032e								25%
				TERM								46%
■ 2023e-2027e ■ 2028e-2032e ■ TERM												
Pääoman kustannus (WACC)												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		20,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		6,5 %										
Yrityksen Beta		1,40										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeettipremio		2,50 %										
Riskitön korko		2,5 %										
Oman pääoman kustannus		11,7 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		10,4 %										

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	12,1	13,8	26,0	9,2	5,0	14,3	6,2	10,0	16,2	20,0	20,0	20,0
Käyttökate	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,1	1,1	2,3	2,2	2,2	2,2
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,6	1,1	2,7	2,2	2,2	2,2
Liikevoitto	2,4	3,6	5,9	2,1	-4,8	-2,7	1,1	1,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Nettorahoituskulut	2,0	2,3	4,3	2,8	4,4	7,2	0,0	1,6	1,6	3,3	3,3	3,3
Tulos ennen veroja	4,3	5,9	10,2	4,9	-0,4	4,6	1,1	2,7	3,8	5,5	5,5	5,5
Verot	-0,7	-0,8	-1,4	-0,6	-1,2	-1,8	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,7	5,1	8,8	4,3	-1,6	2,8	0,8	2,2	3,0	4,4	4,4	4,4
EPS (oikaistu)	4,46	6,26	10,72	5,29	-1,90	3,39	1,57	2,65	4,22	5,43	5,43	5,43
EPS (raportoitu)	4,46	6,26	10,72	5,29	-1,90	3,39	1,01	2,65	3,66	5,43	5,43	5,43

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,8 %	66,2 %	26,3 %	-23,9 %	-63,5 %	-45,0 %	-33,0 %	98,4 %	13,4 %	23,5 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	63,3 %	1985,4 %	267,5 %	-9,7 %	-234,5 %	-145,2 %	-25,5 %	-122,9 %	-200,1 %	-17,9 %	0,0 %	0,0 %
Käyttökate-%	19,4 %	25,9 %	22,8 %	23,1 %	-95,4 %	-18,7 %	18,4 %	11,1 %	13,9 %	11,1 %	11,1 %	11,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,3 %	25,8 %	22,8 %	22,9 %	-95,2 %	-18,7 %	25,5 %	11,0 %	16,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Nettotulos-%	30,1 %	37,2 %	33,9 %	46,7 %	-30,8 %	19,4 %	13,3 %	21,6 %	18,4 %	22,2 %	22,2 %	22,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	41,9	28,1	33,1	33,1	33,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	41,8	28,0	33,0	33,0	33,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	68,6	81,0	76,9	76,4	77,3
Vaihto-omaisuus	52,7	61,2	60,7	55,0	54,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,8	13,7	11,3	14,0	14,0
Likvidit varat	6,2	6,0	4,9	7,4	9,3
Taseen loppusumma	111	109	110	109	110

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	98,9	97,6	97,3	98,5	99,4
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarot	67,5	66,2	65,9	67,0	68,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	1,6	1,5	2,7	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,6	1,5	0,8	1,0	1,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	111	109	110	109	110

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osuuskurssi
21.6.2023	Lisää	86,00 €	78,99 €
30.8.2023	Osta	86,00 €	57,21 €



Inderes yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyhtiöiden tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyhtiöasiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**